Секьюритизация доходов от коммерческой недвижимости

Дмитрий СОБОЛЕВ,

старший юрист,
«Авакян, Туктаров и Партнеры»

Дмитрий Соболев является юристом юридической фирмы «Авакян, Туктаров и Партнеры» и специализируется на сопровождении сделок долгового и структурированного финансирования. Опыт Дмитрия включает работу по следующим проектам: консультирование Credit Suisse по вопросам секьюритизации недвижимости; консультирование SJ Berwin по вопросам секьюритизации возмещения НДС; консультирование ГК «Регион» по вопросам создания ипотечного кондуита по российскому праву; консультирование ОАО ХМЛК «Открытие» по вопросам секьюритизации лизинговых платежей.

Секьюритизация доходов от коммерческой недвижимости является общепризнанным способом рефинансирования приобретения и строительства коммерческой недвижимости. При высоких ставках банковских кредитов финансирование посредством эмиссии облигаций позволяет девелоперам снизить стоимость привлекаемого капитала. Международная практика уже выработала стандартные подходы к структурированию и проведению таких сделок, что снижает издержки на их реализацию. Помимо финансовых преимуществ, секьюритизация доходов от коммерческой недвижимости позволяет сохранить юридический контроль над недвижимостью, что, в свою очередь, дает девелоперу возможность наращивать инвестиционный портфель в расчете на рост рынка недвижимости.

Под секьюритизацией доходов от коммерческой недвижимости обычно понимают различные виды секьюритизации, где специальное юридическое лицо (SPV) выпускает ценные бумаги, исполнение по которым осуществляется за счет поступлений от коммерческой недвижимости, в том числе платежей по договорам аренды соответствующего объекта недвижимости. Финансирование осуществляется посредством размещения на фондовом рынке ценных бумаг (commercial mortgage backed securities, CMBS).

ВВЕДЕНИЕ

Бизнес, который ведет собственник недвижимости, является одним из ключевых факторов, влияющих на успех секьюритизации коммерческой недвижимости. Такой бизнес заключается в управлении значительными по стоимости активами, что означает гораздо меньшую диверсифицированность пула обеспечения по сравнению с секьюритизацией кредитов под залог жилых помещений. Меньшая диверсифицированность

означает более существенные потери в случае дефолта по требованиям, обеспечивающим выпускаемые облигации, поэтому при секьюритизации коммерческой недвижимости предъявляются более жесткие требования к активам и управлению активами, а также к обеспечению исполнения обязательств оригинатора и структурированию денежных потоков. Данные требования состоят в следующем.

- Владение и управление коммерческой недвижимостью должно быть единственным видом деятельности оригинатора.
- Особые условия договора аренды/лизинга[1)] недвижимости, а также договора займа между оригинатором и SPV (если используется структура обеспеченного займа).
- Предоставление наиболее приоритетного обеспечения по договору займа между оригинатором и SPV (если используется структура обеспеченного займа).
- Обеспечение безопасности денежных потоков путем использования кредитного рейтинга банка.
- Использование оригинатором организационно-правовой формы и структуры управления, которые позволяют минимизировать риски банкротства оригинатора и дефолта по облигациям.

Выполнение указанных требований необходимо для присвоения выпускаемым ценным бумагам высокого рейтинга, что обеспечивает их привлекательность для инвесторов и позволяет оригинатору провести рефинансирование своих доходов с меньшими издержками.

В связи с этим в настоящей статье мы рассмотрим следующие вопросы.

1. Структура сделки.
2. Требования к активам.
3. Требования к обеспечению.
4. Защита денежных потоков.
5. Требования к оригинатору.

1. СТРУКТУРА СДЕЛКИ

В настоящей статье мы рассмотрим две структуры сделки секьюритизации: окончательная продажа и обеспеченный заем.

1.1 Общие структурные моменты

Оригинатор — российская компания, которая владеет на праве собственности недвижимостью, находящейся в России.

Актив — платежи по договору аренды.

Обеспечение — коммерческая недвижимость и денежные права требования по договору аренды. Секьюритизировать можно различные виды коммерческой недвижимости, включая офисные здания, промышленные объекты, гостиницы, комплексы розничной торговли и складские помещения.

Дополнительное обеспечение — поручительство и/или залог акций акционеров оригинатора.

Сервисный агент — компания, специализирующаяся на управлении коммерческой недвижимостью, или лизинговая компания.

1.2 Окончательная продажа

Оригинатор продает недвижимость SPV, SPV выпускает ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости и прав требования по договорам аренды. Для управления недвижимостью SPV назначает управляющую компанию, которая занимается подбором и взаимодействием с арендаторами, осуществлением ремонта недвижимости и т.д. Выплаты по облигациям производятся за счет арендных платежей или, в случае дефолта, за счет обращения взыскания на права требования по договорам аренды и на недвижимость.

1.3 Обеспеченный заем

Отличие от окончательной продажи состоит в том, что недвижимость не передается в собственность SPV; SPV и оригинатор заключают договор займа, по которому исполнение обязательств оригинатора обеспечивается залогом недвижимости и прав требования по договорам аренды.

1.4 Управление портфелем коммерческой недвижимости

В отличие от секьюритизируемой жилой недвижимости, пул секьюритизируемой коммерческой недвижимости отличается неоднородностью. Для целей секьюритизации следует подбирать портфель коммерческой недвижимости одной категории (например, офисные здания, склады или торговые комплексы).

[1)] В настоящей статье приводится анализ применительно к секьюритизации арендных платежей, однако если не указано иного, такой анализ применим и к секьюритизации лизинговых платежей.

Арендатор коммерческой недвижимости генерирует значительно больший денежный поток, чем заемщик по ипотечному кредиту жилой недвижимости. Соответственно, при секьюритизации коммерческой недвижимости пул активов является менее диверсифицированным, и финансовые риски, связанные с единичным дефолтом по договору аренды, более значительны, чем при секьюритизации жилой недвижимости. Поэтому в документации по сделке (договор с сервисным агентом, договор займа, эмиссионная документация) предусматриваются требования, которым должен соответствовать каждый арендатор, в частности, критерий допустимого финансового положения. Подбор арендаторов в соответствии с установленными критериями позволяет снизить риск перерыва арендных платежей и дефолта по облигациям.

Замена арендатора в случае дефолта по договору аренды целесообразна при секьюритизации офисных зданий, помещения которых используются большим количеством арендаторов. Подбор нового арендатора позволяет избежать обращения взыскания на объект недвижимости и восстановить денежный поток, используемый для осуществления выплат владельцам облигаций.

При лизинге недвижимости объект подбирается под конкретного лизингополучателя, в случае дефолта лизингополучателя более целесообразным является обращение взыскания на объект недвижимости.

1.5 Возможность замены недвижимости

Для большинства девелоперов очень важно иметь возможность менять состав коммерческой недвижимости в целях повышения эффективности бизнеса. Такая гибкость дает им возможность управлять портфелем активов, например, продавая менее перспективные объекты недвижимости и покупая более привлекательные. Поэтому в договоре займа и в эмиссионных документах можно предусмотреть возможность оригинатора или SPV производить замену объектов недвижимости, являющихся обеспечением по облигациям. В то же время, для владельцев облигаций очень важно получить гарантию того, что до момента полного исполнения обязательств по облигациям качество обеспечения не ухудшится. Для этого в эмиссионных документах и в договоре займа устанавливаются определенные критерии допустимости замены объектов недвижимости:

- устанавливается максимальное количество объектов недвижимости, которые могут быть заменены, или устанавливается максимальная стоимость активов, которые могут быть заменены;
- ограничиваются виды объектов недвижимости, которые могут быть заменены;
- устанавливается предельный срок, по истечении которого замена объектов недвижимости не допускается;
- устанавливаются требования по стоимости, расположению и другим характеристикам, которые должны быть не ниже, чем у заменяемых объектов недвижимости.

Критерии замены обычно согласовываются с рейтинговым агентством для того, чтобы не допустить снижения рейтинга ценных бумаг в результате замены объектов недвижимости.

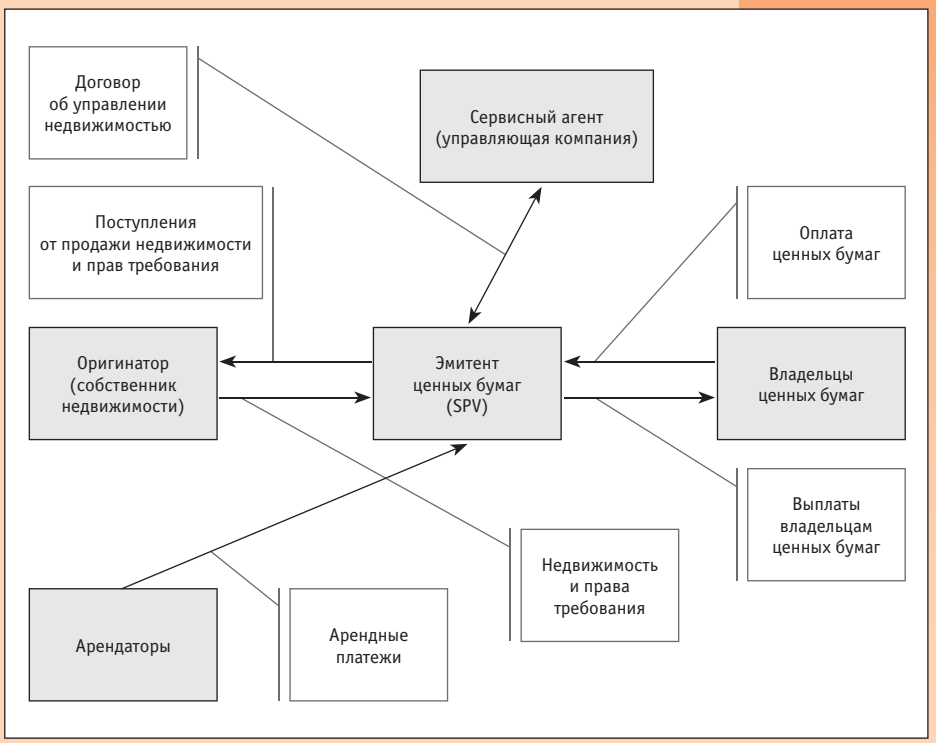
1.6 Роль сервисного агента

В качестве сервисного агента в сделке секьюритизации коммерческой недвижимости выступает специализированная управляющая компания. Такая компания должна обладать квалифицированным персоналом и опытом управления коммерческой недвижимостью (обычно не менее 5 лет). Требования к сервисному агенту устанавливаются в договоре займа или в эмиссионных документах, что позволяет заменить сервисного агента в случае дефолта с его стороны.

Сервисный агент осуществляет сбор арендных платежей и их перечисление SPV, организует осуществление текущего и капитального ремонта недвижимости либо контролирует своевременность и качество его проведения арендаторами, а также решает вопросы по подбору арендаторов в соответствии с критериями сделки.

При секьюритизации лизинговых платежей в качестве сервисного агента выступает лизинговая компания, специализирующаяся на лизинге коммерческой недвижимости. Функции лизинговой компании отличаются от функций специализированной управляющей компании в силу особенностей лизинга. Лизинговая компания

Схема 1. Секьюритизации коммерческой недвижимости: окончательная продажа



занимается подбором объектов недвижимости под конкретных арендаторов, в то время как управляющая компания осуществляет подбор арендаторов под конкретный объект недвижимости. Лизинговая компания, как правило, не занимается вопросами ремонта недвижимости и осуществляет только мониторинг технического состояния объекта и сбор лизинговых платежей. Соответственно, в случае дефолта лизингополучателя вероятность найти другого пользователя объекта недвижимости является сравнительно низкой.

2. ТРЕБОВАНИЯ К АКТИВАМ

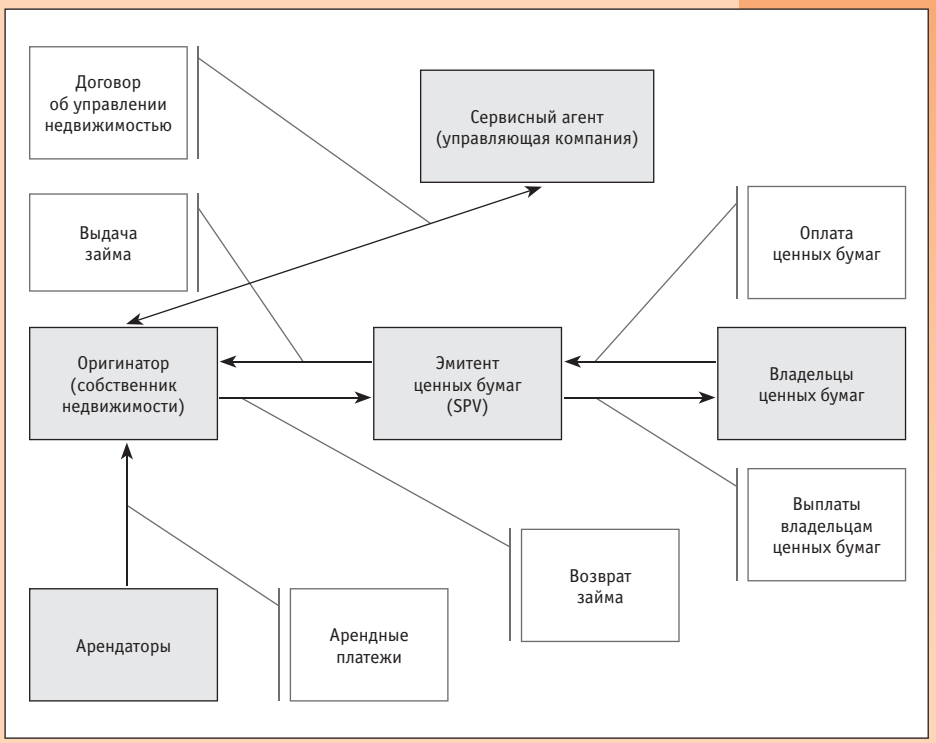
Для успешного проведения секьюритизации договор, регулирующий поступление секьюритизируемых платежей, должен соответствовать определенным требованиям. В настоящем разделе мы рассмотрим положения договора аренды коммерческой недвижимости, которые необходимы для осуществления секьюритизации арендных платежей. К таким положениям относятся описанные в следующих подразделах.

2.1 Ремонт недвижимости

В договоре необходимо четко указать, какая из сторон осуществляет текущий/капитальный ремонт имущества. Осуществление ремонта можно возложить на арендодателя, если используется управляющая компания, либо на арендатора.

Распределение обязанностей по осуществлению ремонта недвижимости является важным для определения затрат арендодателя и эффективности управления недвижимостью, кроме того, обязанность по проведению ремонта служит дополнительной гарантией сохранности обеспечения по облигациям.

Схема 2. Секьюритизации коммерческой недвижимости: обеспеченный заем



2.2 Изменение планировки и структуры недвижимости

В договоре следует установить правило о том, что перепланировка или изменение структуры недвижимости (перестройка, возведение пристроек и т.п.) могут производиться только в случаях, которые прямо предусмотрены договором. Это позволяет снизить риск изменения профиля недвижимости, что облегчает мониторинг использования недвижимости, а также риск снижения стоимости недвижимости.

Перепланировка и изменение структуры должны производиться только при наличии согласия арендодателя или в случаях, предусмотренных законодательством. В качестве необходимых условий для предоставления согласия на перепланировку или структурные изменения недвижимости следует предусматривать предоставление арендодателю планов и спецификаций, на которых отображены предполагаемые изменения, а также получение всех необходимых разрешений на проведение работ по изменению недвижимости. Это позволит снизить риски приостановления строительства и просрочки выплаты арендных платежей в связи с приостановлением коммерческой деятельности арендатора.

2.3 Страхование

Для снижения риска утраты обеспечения по облигациям недвижимость должна страховаться от риска ее утраты или повреждения вследствие террористического акта, бунта, беспорядков, актов хулиганства, пожара, удара молнии, урагана, наводнения, аварии водопроводных, отопительных и иных систем, стихийных бедствий, падения летательных аппаратов, а также иных бедствий и природных катаклизмов.

Срок действия договора страхования должен быть не менее срока действия договора аренды. Страховое покрытие должно охватывать стоимость недвижимости в размере, который полностью покрывает затраты на восстановление имущества в случае его полной утраты.

2.4 Требования к страховщику

При страховании секьюритизируемой недвижимости в зарубежной практике к страховщику предъявляются особые требования. Страховщик должен быть организацией, обладающей кредитным рейтингом, который может быть ниже самого высокого рейтинга выпускаемых ценных бумаг не более чем на 2 пункта. В договоре страхования следует устанавливать обязанность страховщика поддерживать свой кредитный рейтинг на требуемом уровне. На случай снижения рейтинга ниже требуемого уровня следует предусматривать право страхователя расторгнуть договор и требовать возмещения убытков в размере разницы между выплаченной страховой премией и суммой страховых возмещений, выплаченных страхователю.

2.5 Запрет зачета

Для секьюритизации арендных платежей необходимо, чтобы их размер был предсказуемым, а риски, связанные с возникновением оснований для невыплаты, минимизированы. Одним из средств минимизации рисков нестабильности денежного потока является установление в договоре аренды запрета арендатору осуществлять зачет встречных требований в отношении уплаты арендной платы и иных платежей по договору аренды (ст. 411 Гражданского кодекса Российской Федерации, далее — ГК РФ).

2.6 Передача прав по договору аренды

В договоре аренды не должно быть запрета на уступку прав арендодателя по договору, поскольку его права служат обеспечением по облигациям. В отношении прав арендатора необходимо предусмотреть, что он может уступать свои права по договору или распоряжаться ими иным образом только при наличии согласия арендодателя. Это необходимо в связи с тем, что финансовое положение арендатора и его способность своевременно вносить арендную плату имеют существенное значение при оценке инвестиционной привлекательности выпускаемых облигаций. Поэтому все арендаторы должны соответствовать финансовым критериям, установленным для сделки секьюритизации, а их замена должна полностью контролироваться арендодателем.

2.7 Субаренда

Если по договору аренды предусмотрена возможность субаренды недвижимости, в договор необходимо включить обязанности арендатора осуществлять все права и функции субарендодателя. Договор субаренды должен составляться по форме договора аренды для обеспечения однородности документации.

2.8 Раскрытие информации

Для контроля финансового положения арендатора в договоре аренды следует предусмотреть обязанность арендатора периодически представлять арендодателю информацию о своем финансовом положении. В состав такой информации могут включаться следующие документы:

- бухгалтерский баланс за отчетный год, квартал или месяц;
- отчет о прибылях и убытках за отчетный год, квартал или месяц;
- приложения к бухгалтерскому балансу за отчетный год, квартал или месяц;
- пояснительная записка к бухгалтерской отчетности;
- аудиторское заключение в отношении бухгалтерской отчетности за отчетный год;
- иные документы, содержащие информацию о финансовом положении арендатора.

2.9 Средства правовой защиты

В договоре аренды необходимо предусмотреть право арендодателя расторгнуть договор в случае наступления неплатежеспособности арендатора, а также в случае снижения стоимости недвижимости ниже установленного в договоре показателя. Это позволит арендодателю минимизировать потери от неуплаты арендных платежей, а в случае снижения стоимости недвижимости позволит ее продать и реинвестировать в допустимые активы, тем самым минимизируя возможные потери инвесторов вследствие ухудшения качества обеспечения.

2.10 Возросшие издержки

В договор аренды необходимо включать положения о том, что арендатор обязан компенсировать расходы арендодателя в связи с возникшим после даты заключения договора увеличением ставок налогов, сборов и других общеобязательных платежей, связанных с обладанием недвижимости на праве собственности и которые обязан уплачивать арендодатель.

3. ТРЕБОВАНИЯ К ОБЕСПЕЧЕНИЮ

3.1 Залог

Для минимизации рисков инвесторов в коммерческую недвижимость платежи по облигациям должны обеспечиваться наиболее приоритетным способом, который существует в стране нахождения недвижимости. В российском правопорядке таким способом обеспечения исполнения обязательства является залог. В сделке секьюритизации с использованием обеспеченного займа залог используется сразу на двух уровнях. На уровне облигаций залогодержателями являются владельцы облигаций, залогодателем — SPV, а предметом залога — права требования по договору займа между SPV и оригинатором. Залогодержателем на следующем уровне является SPV, залогодателем — оригинатор, а предметом залога — права требования по договорам аренды, заключенным между оригинатором и арендодателями недвижимости, а также сама недвижимость. При использовании окончательной продажи залог возникает только на уровне облигаций, предметом залога являются права требования по договорам аренды и недвижимость.

3.2 Юридические свойства залога

Залог как способ обеспечения исполнения обязательств обладает рядом юридических свойств, которые позволяют защитить права инвесторов в случае наступления дефолта по облигациям. Такими свойствами являются:

- преимущественное право получить удовлетворение требований;
- преимущественное удовлетворение требований при банкротстве должника;
- эффективный контроль предмета обеспечения;
- преимущественное право получения страхового возмещения в отношении предмета залога;
- следование залога за имуществом.

3.3 Преимущественное право получить удовлетворение требований

Кредитор по обеспеченному залогом обязательству (залогодержатель) имеет право в случае неисполнения должником этого обязательства получить удовлетворение из стоимости заложенного имущества преимущественно перед другими кредиторами лица, которому принадлежит это имущество (залогодателя) (п. 1 ст. 334 ГК РФ).

3.4 Преимущественное удовлетворение требований при банкротстве должника

Заложенное имущество должника включается в его конкурсную массу (ст. 131 Федерального закона РФ от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)», далее — Закон о банкротстве). Требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества должника, удовлетворяются за счет средств, полученных от продажи предмета залога, преимущественно перед иными кредиторами после продажи предмета залога, за исключением обязательств перед кредиторами первой и второй очереди, права требования по которым возникли до момента заключения соответствующего договора залога (ст. 138 Закона о банкротстве). Кредиторами первой очереди являются граждане, перед которыми должник несет ответственность за причинение вреда жизни или здоровью. Кредиторами второй очереди — работники должника, а также кредиторы по договорам о предоставлении авторских прав. Таким образом, если оригинатор не имеет штата сотрудников, значительная часть потенциальных кредиторов второй очереди устраняется, что повышает действенность прав SPV и владельцев облигаций в случае банкротства оригинатора.

3.5 Эффективный контроль предмета обеспечения

Залогодатель вправе распоряжаться предметом залога (отчуждать, передавать в аренду, в безвозмездное пользование) только с согласия залогодержателя (п. 2 ст. 346 ГК РФ). Если залогодатель распоряжается предметом залога без согласия залогодержателя, у залогодержателя возникает право требовать досрочного

исполнения обеспеченного залогом обязательства, а если его требование не будет удовлетворено, обратить взыскание на предмет залога (п. ст. 351 ГК РФ). Такой правовой механизм дает SPV возможность эффективно контролировать активы оригинатора и снижает риск утраты обеспечения по облигациям.

3.6 Преимущественное право получения страхового возмещения в отношении предмета залога

Право залога предоставляет SPV возможность получить удовлетворение из страхового возмещения за утрату или повреждение заложенного имущества (п. 1 ст. 334 ГК РФ). Аналогичное правило содержится в ст. 31 Федерального закона РФ от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (далее — Закон об ипотеке). Следует отметить, что требование залогодержателя по договору об ипотеке о получении удовлетворения из страхового возмещения подлежит удовлетворению преимущественно перед требованиями других кредиторов залогодателя и лиц, в чью пользу осуществлено страхование предмета ипотеки (п. 3 ст. 31 Закона об ипотеке). Такое правило создает обеспечение не только в отношении недвижимости, но и в отношении суммы страхового возмещения, подлежащего уплате при наступлении страхового случая. Это создает дополнительную защиту прав инвесторов и нейтрализует риск неблагоприятного изменения договора страхования между оригинатором и страховщиком.

3.7 Следование залога за имуществом

Другим важным свойством залога является сохранение права залога при переходе прав на заложенное имущество к другому лицу (ст. 353 ГК РФ; ст. 38 Закона об ипотеке). Это позволяет кредитору по обеспеченному залогом обязательству удовлетворять свои требования за счет заложенного имущества независимо от того, кто является собственником предмета залога. Таким образом, владельцы облигаций могут обратить взыскание на заложенное имущество и в том случае, когда оно отчуждено в нарушение положений договора займа и/или эмиссионных документов о допустимой замене недвижимости.

3.8 Порядок обращения взыскания на заложенное имущество

Российское законодательство предусматривает судебный порядок обращения взыскания на заложенное недвижимое имущество (п. 1 ст. 349 ГК РФ; ст. 51 Закона об ипотеке). При этом существует риск того, что в обращении взыскания на заложенное имущество может быть отказано, если допущенное должником нарушение обеспеченного залогом обязательства крайне незначительно и размер требований залогодержателя вследствие этого явно несоразмерен стоимости заложенного имущества. Для преодоления данного риска при секьюритизации коммерческой недвижимости используются различные механизмы поддержки ликвидности, такие как поручительство и банковская гарантия. Данные механизмы позволяют SPV получать денежные средства в случае возникновения незначительных по размеру дефолтов арендаторов без обращения взыскания на предмет залога.

В отношении залога прав требований по договорам аренды в договоре залога может быть установлен внесудебный порядок обращения взыскания. Это позволяет быстро реализовать предмет залога в случае дефолта по договору займа и/или договорам аренды и минимизировать потери владельцев облигаций.

3.9 Залог и процедура банкротства

Заложенное имущество должника включается в его конкурсную массу (ст. 131 Закона о банкротстве). Требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества должника, удовлетворяются за счет средств, полученных от продажи предмета залога, преимущественно перед иными кредиторами после продажи предмета залога, за исключением обязательств перед кредиторами первой и второй очереди, права требования по которым возникли до момента заключения соответствующего договора залога (ст. 138 Закона о банкротстве). Кредиторами первой очереди являются граждане, перед которыми должник несет ответственность за причинение вреда жизни или здоровью. Кредиторами второй очереди являются работники должника, а также кредиторы по договорам о предоставлении авторских прав. Таким образом, если оригина-

тор не имеет штата сотрудников, значительная часть потенциальных кредиторов второй очереди устраняется, что повышает действенность прав SPV и владельцев облигаций в случае банкротства оригинатора.

4. ЗАЩИТА ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

Денежные средства, находящиеся на счете в российском банке и предназначенные для выплат по договору займа и облигациям, могут стать недоступными для SPV и владельцев облигаций в случае зачета банком встречных требований к владельцу счета (оригинатору, SPV), а также в случае банкротства банка или оригинатора. Данная проблема решается путем включения в договор с банком положений о запрете зачета, а также путем привлечения к участию в сделке банка с высоким кредитным рейтингом.

4.1 Риск зачета со стороны банка

Денежные требования банка к клиенту, связанные с кредитованием счета и оплатой услуг банка, а также требования клиента к банку об уплате процентов за пользование денежными средствами прекращаются зачетом, если иное не предусмотрено договором банковского счета (ст. 853 ГК РФ). Соответственно, для устранения риска зачета со стороны банка в договоре банковского счета должен быть установлен запрет на осуществление банком зачета встречных денежных требований по договору (ст. 411 ГК РФ).

4.2 Риски, связанные с банкротством банка

По российскому праву безналичные денежные средства владельца банковского счета не могут быть обособлены от обязательств банка перед другими владельцами счетов. Владелец счета обладает правами требования в отношении денежных средств на счете, поэтому в случае банкротства банка денежные средства на счетах включаются в конкурсную массу, владелец счета становится конкурсным кредитором и может предъявлять требования в отношении денежных средств только в рамках дела о банкротстве. Соответственно, в случае банкротства банка, в котором открыт счет SPV, или оригинатора возникает риск наступления потерь, которые связаны со следующими обстоятельствами.

Во-первых, в случае наличия оснований для назначения временной администрации и приостановления полномочий исполнительных органов банка Банк России вправе ввести мораторий на удовлетворение требований кредиторов кредитной организации на срок не более 3 месяцев (ст. 26 Федерального закона от 25 февраля 1999 г. № 40-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций», далее — Закон о банкротстве кредитных организаций). Мораторий распространяется в том числе на обязательства банка по перечислению денежных средств с расчетного счета.

Во-вторых, руководитель временной администрации в случае приостановления полномочий исполнительных органов банка с момента назначения временной администрации вправе отказаться от исполнения банком договоров, в том числе от исполнения обязательств по договору банковского счета (ст. 27 Закона о банкротстве кредитных организаций). Указанные обстоятельства создают угрозу для стабильности денежного потока, поступающего на счет SPV, в случае банкротства банка. Российское законодательство и судебная практика не предусматривают возможности установления залога или иной сходной формы обеспечения исполнения обязательства в отношении безналичных денежных средств, поэтому долг банка перед SPV будет необеспеченным денежным обязательством, а SPV в случае открытия конкурсного производства будет конкурсным кредитором третьей очереди и, скорее всего, не сможет получить причитающиеся ему денежные средства от банка.

Для минимизации указанных рисков расчетный счет SPV следует открывать в банке, который обладает высоким кредитным рейтингом, или в банке, работающем в юрисдикции, в которой существует возможность создавать счета эскроу (escrow).

Открытие счета в банке, обладающем кредитным рейтингом, дает преимущество, поскольку позволяет при снижении рейтинга банка переводить денежные средства на счет в другом банке, который имеет необходимый рейтинг.

Использование счетов эскроу предоставляет возможность обособить поступающие на счет денежные средства от остальных денежных средств банка, что защищает владельца

счета от неправомерного списания денежных средств со счета, а также от банкротства банка, так как денежные средства на счетах эскроу не включаются в конкурсную массу.

4.3 Риски, связанные с банкротством оригинатора

В случае банкротства оригинатора права требования по договорам аренды будут включены в конкурсную массу. Права требования находятся в залоге у SPV, а требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества должника, удовлетворяются за счет стоимости предмета залога преимущественно перед иными кредиторами, за исключением обязательств перед кредиторами первой и второй очереди, права требования по которым возникли до момента заключения соответствующего договора залога (п. 4 ст. 134 Закона о несостоятельности (банкротстве)). В первую очередь производятся расчеты по требованиям граждан, перед которыми должник несет ответственность за причинение вреда жизни или здоровью, во вторую очередь — по выплате выходных пособий и оплате труда лиц, работающих или работавших по трудовому договору, и по выплате вознаграждений по авторским договорам. Поэтому для защиты денежного потока необходимо структурировать оригинатора в виде юридического лица без штата сотрудников.

5. ТРЕБОВАНИЯ К ОРИГИНАТОРУ

5.1 Организационно-правовая форма

В настоящем разделе мы рассмотрим такие организационно-правовые формы оригинатора, как общество с ограниченной ответственностью и акционерное общество.

5.2 Общество с ограниченной ответственностью

Форма общества с ограниченной ответственностью сопряжена с риском утраты обществом значительных активов в случае выхода участника из общества (риск выхода участника). При выходе участника общество обязано выплатить ему действительную стоимость его доли, которая соответствует части стоимости чистых активов общества, пропорциональной размеру доли участника. Участник вправе выйти из общества в любое время по своему усмотрению. Данное право участника закреплено в императивной норме закона (ст. 94 ГК РФ) и не может быть изменено или отменено положениями учредительных документов. Данный риск может быть уменьшен за счет передачи 100% долей участия в уставном капитале в пользу специального юридического лица, которое в силу своего устава не может передать свои активы в течение определенного срока (например, фонд по голландскому праву либо траст по английскому праву).

5.3 Акционерное общество

В определенных законодательством случаях акционеры вправе требовать выкупа акционерным обществом принадлежащих им акций, а именно:

- при реорганизации общества;
- при совершении крупной сделки, решение об одобрении которой принимается общим собранием акционеров;
- при внесении изменений и дополнений в устав общества, ограничивающих права акционеров, или утверждении устава общества в новой редакции, если они голосовали против принятия соответствующего решения или не принимали участия в голосовании.

Акции подлежат выкупу по цене не ниже рыночной. В то же время для акционеров не предусмотрено право выхода из общества. Соответственно, рекомендуемой организационно-правовой формой оригинатора является акционерное общество.

5.4 Структура управления и собственности

Анализ корпоративной структуры оригинатора необходим для выявления рисков, связанных с его возможным банкротством, и рисков предъявления требований третьими лицами. Риск банкротства связан с осуществлением любой предпринимательской деятельности. Следовательно, сделка должна быть структурирована таким образом, чтобы свести указанные риски к минимуму.

5.5 Структура акционерного капитала

В отношении оригинатора существует риск вмешательства в его деятельность контролирующих акционеров и возникновения труд-

ностей с исполнением обязательств по займу. Для снижения данного риска акции оригинатора в размере блокирующего пакета следует передать в залог SPV до момента полного исполнения обязательств оригинатора по займу.

5.6 Ограничения на виды деятельности

Деятельность оригинатора должна быть ограничена только теми видами, которые необходимы для исполнения его обязательств по договору займа, владению и управлению недвижимостью. Цель данных ограничений — максимальным образом снизить риск неплатежеспособности вследствие осуществления деятельности, не связанной с выполнением обязательств по займу, и повысить устойчивость денежных потоков и надежность обеспечения.

Таким образом, в договоре займа должно быть предусмотрено обязательство оригинатора осуществлять только такую деятельность, которая обеспечивает достаточный денежный поток для осуществления выплат по займу. Оригинатор не должен владеть иными активами и осуществлять деятельность, которая не связана с обслуживанием займа. Ограничения также могут быть указаны в учредительных документах оригинатора.

5.7 Структурирование обязательств

В договоре займа должно быть предусмотрено обязательство оригинатора не принимать на себя дополнительные обязательства, кроме разрешенного коммерческого кредита. Дополнительные обязательства включают любые денежные обязательства и иные обязательства, которые могут быть связаны с обязанностью уплаты денег, такие как банковская гарантия, поручительство, обязанность компенсировать расходы, совершение действий, влекущих возникновение налоговых обязательств, которые не связаны с основным видом деятельности оригинатора. Рейтинг облигаций может быть пересмотрен, если у кредиторов по дополнительным обязательствам возникают основания к возбуждению процедур банкротства оригинатора для получения доступа к денежным потокам и активам. Для снижения этого риска обязательства оригинатора необходимо структурировать таким образом, чтобы они были субординированы по отношению к обязательствам по договору займа и чтобы требования по таким обязательствам могли быть предъявлены только в отношении активов оригинатора, которые остаются после погашения обязательств перед SPV.

5.8 Запрет реорганизации и изменений структуры акционерного капитала

Реорганизация оригинатора или продажа его акций третьим лицам может повлечь нежелательные последствия. Для того чтобы снизить этот риск, в договор займа включаются обязательства, направленные на ограничение продажи оригинатором своих активов, внесение изменений в учредительные документы, а также запрет реорганизации.

5.9 Независимый директор

Рейтинговые агентства рекомендуют, чтобы в состав совета директоров оригинатора входил хотя бы один независимый директор. Это особенно важно, когда оригинатор контролируется материнской компанией. Независимым является директор, надлежащим образом избранный членом совета директоров оригинатора и к моменту назначения в течение предыдущих 5 лет не являвшийся:

- непосредственным или опосредованным акционером или собственником доли в уставном капитале оригинатора или какого-либо аффилированного лица оригинатора;
- кредитором, поставщиком, работником, служащим, директором, менеджером или иным контрагентом оригинатора;
- кредитором, поставщиком, работником, служащим, директором, членом семьи, менеджером или иным контрагентом какого-либо аффилированного лица оригинатора (кроме деятельности в качестве независимого директора другого юридического лица);
- лицом, которое контролирует (прямо или косвенно) оригинатора, его аффилированных лиц или их кредиторов, поставщиков, работников, служащих, директоров, членов семьи, менеджеров или иных контрагентов.

В учредительных документах оригинатора должны быть положения о том, что единогласное решение всех членов совета директоров (включая независимых директоров) необходимо:

- для реорганизации оригинатора в какой-либо форме, продажи существенной части активов компании;
- для начала какого-либо нового вида деятельности, кроме бизнеса по управлению недвижимостью;
- для изменения положений учредительных документов компании.

В учредительных документах оригинатора также должно быть положение о том, что независимый директор при принятии решений обязан учитывать интересы кредиторов компании.

5.10 Отсутствие штата сотрудников

Наличие в компании оригинатора штата сотрудников может привести к определенным трудностям в случае банкротства оригинатора, так как требования физических лиц в банкротстве составляют первую и вторую очередь и имеют приоритет перед требованиями залоговых кредиторов, если требования физических лиц возникли до момента заключения договора залога (ст. 134 Закона о банкротстве). Для устранения риска возникновения такой ситуации оригинатор должен быть структурирован как компания, которая не имеет штата сотрудников.

6. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Секьюритизация коммерческой недвижимости является новым перспективным продуктом на рынке структурированного финансирования. Данный инструмент позволяет девелоперам привлекать финансирование с низкими издержками, в то время как инвесторы получают финансовый актив с надежным обеспечением.

Сделка секьюритизации включает множество сложных юридических аспектов на уровне оформления актива, предоставления обеспечения по договору займа и ценным бумагам, защиты денежных потоков и структурирования оригинатора. Квалифицированное решение этих вопросов в документации по сделке позволит избежать правовых проблем в случае возникновения дефолтов и рассмотрения споров по сделке в рамках российского правопорядка, а также значительно усилит международный компонент сделки.